

Company Brief

2021-08-18

빙그레(005180)

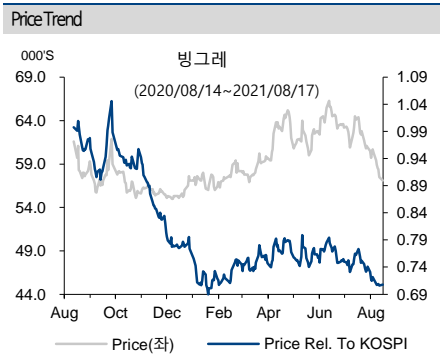
여름 성수기 기대는 유효

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	75,000 원(하향)
증가(2021/08/17)	57,100 원
상승여력	31.3 %

Stock Indicator	
자본금	50십억원
발행주식수	985만주
시가총액	563십억원
외국인지분율	17.9%
52주 주가	55,000~66,300원
60일평균거래량	63,566주
60일평균거래대금	4.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.9	-7.3	-1.9	-4.4
상대수익률	-6.8	-6.4	-3.7	-38.2



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	959	1,125	1,168	1,196
영업이익(십억원)	40	36	42	45
순이익(십억원)	35	32	37	39
EPS(원)	3,540	3,222	3,773	3,999
BPS(원)	59,843	61,437	63,582	65,952
PER(배)	16.1	17.7	15.1	14.3
PBR(배)	1.0	0.9	0.9	0.9
ROE(%)	6.0	5.3	6.0	6.2
배당수익률(%)	2.8	2.5	2.5	2.5
EV/EBITDA(배)	4.5	3.1	2.5	2.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

2Q21 Review: 시장기대치를 하회하는 영업실적 시현

빙그레의 2Q21 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 3,247 억원 (+21.3% YoY), 183 억원 (-31.7% YoY)으로, 해태아이스크림 연결사 편입에 따른 매출액 추가 성장에도 불구하고 영업이익의 경우 빙과의 높은 베이스효과 및 제품믹스 부담 등이 반영됨에 따라 시장기대치를 하회하는 영업실적을 기록했다.

아이스크림부문은 가정 내 수요증가 영향은 지속적으로 작용하는 상황이나, 2Q21 의 경우 전년동기 높은 베이스에 따라 -3% 수준의 외형 역성장을 보였다. 해태아이스크림 또한 같은 효과로 인해 2Q21 477 억원 (-8.3% YoY)의 매출액이 반영되었으며, 영업권 상각이슈에 따른 손실분이 반영되면서 이익기여는 미미했다. 다만 최대 성수기 기간인 3Q21 의 경우 오히려 3Q20 의 베이스가 낮았음을 고려한 추가성장이 예상된다. 아이스크림 특성상 계절성이 높은 사업부문을 고려해 3Q21 아이스크림 사업부문의 이익 추정치는 추가 상승요인이 존재하는 등 기존대비 계절적 편차가 확대된다는 점 또한 감안할 필요가 있다. 해외 수출의 경우 중국은 역기저부담이 발생했으나, 미국의 성장세는 견조하다.

냉장부문은 코로나 19 이슈에 따른 외형정체가 마무리되는 상황으로, 2Q20 수요감소에 따른 기저효과가 발생하면서 매출액은 +8.0% YoY 의 성장세를 시현했다. 다만 바나나맛우유 등 메인제품의 회복이 아직 높지 않은 상황이었음을 고려한다면 외형성장 대비 이익개선폭은 낮았던 것으로 추정한다. 3Q21 계절적 수요확대에 베이스효과까지 더해질 가능성을 고려할 때 성장성은 이어갈 것으로 예상하며, 상대적으로 높은 브랜드 시장지배력에 따라 경쟁업체대비 빠른 회복속도를 보일 가능성에 무게를 둔다.

투자의견 BUY, 목표주가 75,000 원으로 하향

카테고리 믹스변화에 따른 원가율 상승과 예상대비 낮은 해태아이스크림 인수효과가 다소 아쉽다. 영업실적 추정치 변경에 따라 목표주가를 기존 80,000 원에서 75,000 원으로 하향조정한다. 그러나 부문별 메가브랜드 보유에 따라 코로나 19 와 관련한 베이스효과가 마무리된 현시점에서 안정적 성장에 따른 이익 선순환 구조 기대는 여전히 유효하며, 지속적인 현금 축적 구조를 고려시 인수 이후 확대된 시장 지배력을 바탕으로 한 중장기 시너지효과 가시화 가능성에 무게를 둔다.

표 1. 빙그레 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
연결 매출액	194.3	267.8	275.8	221.2	233.9	324.7	340.2	225.8	959.1	1,124.6	1,167.8
개별 매출액											
냉장	120.1	132.1	136.7	126.4	122.8	142.6	145.8	129.7	515.3	540.8	553.2
냉동 및 기타	70.6	124.3	130.4	66.9	86.4	125.8	145.7	67.9	392.2	425.8	437.0
기타 및 adj.	3.6	11.4	8.6	28.0	24.7	56.3	48.7	28.3	51.6	158.0	177.6
해태아이스크림	0.0	0.0	0.0	23.9	26.9	47.7	63.0	24.1	156.4	161.7	165.4
BCF&B Shanghai	7.0	11.4	8.9	6.6	6.8	10.6	8.9	6.8	34.0	33.1	34.4
BCF&B USA	5.1	15.2	7.1	5.3	6.6	20.1	7.5	5.6	32.7	39.8	41.7
BCF&B Vietnam	0.0	1.2	1.7	1.2	1.2	1.9	1.8	1.2	4.1	6.1	6.4
YoY %	9.6%	7.4%	4.3%	18.2%	20.4%	21.3%	23.4%	2.1%	9.2%	17.3%	3.8%
개별 매출액											
냉장	8.2%	3.0%	3.2%	1.3%	2.2%	8.0%	6.6%	2.6%	3.8%	5.0%	2.3%
냉동 및 기타	12.6%	9.3%	2.7%	16.6%	22.3%	1.2%	11.7%	1.5%	8.7%	8.5%	2.6%
기타 및 adj.	-0.8%	53.1%	74.0%	448.4%	593.8%	392.5%	464.8%	1.0%	144.3%	206.3%	12.4%
해태아이스크림	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.8%	n/a	n/a	2.3%
BCF&B Shanghai	96.7%	15.1%	32.7%	7.7%	-2.4%	-7.7%	0.0%	2.0%	28.8%	-2.7%	4.0%
BCF&B USA	-2.9%	73.8%	95.7%	6.4%	30.8%	31.9%	5.0%	5.0%	44.8%	21.5%	5.0%
BCF&B Vietnam	n/a	n/a	n/a	n/a	5825.0%	58.0%	5.0%	5.0%	n/a	49.0%	5.0%
연결 영업이익	6.3	26.8	20.9	(14.2)	1.2	18.3	25.7	(9.0)	39.9	36.3	42.1
YoY %	1.8%	30.1%	2.2%	876.6%	-80.9%	-31.7%	23.2%	-36.8%	-13.0%	-9.0%	16.1%
OPM %	3.3%	10.0%	7.6%	-6.4%	0.5%	5.6%	7.6%	-4.0%	4.2%	3.2%	3.6%

그림 1. 자료: 빙그레, 하이투자증권

표 2. 빙그레 목표주가 변경

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
지배주주순이익	29.6	34.2	41.1	34.9	31.7	37.2
EPS (원)	3,007	3,471	4,168	3,540	3,222	3,773
EPSG (%)	3.1%	15.4%	20.1%	-15.1%	-9.0%	17.1%
PER						
High	24.3	22.8	18.2	19.3	20.6	17.6
Avg	21.6	19.1	15.5	16.2	18.8	16.1
Low	19.3	17.0	12.7	10.2	17.4	14.8
End	21.0	20.9	13.4	16.1	17.7	15.1
target PER (X)						18.0
Fair Price (원)						67,918
목표주가 (원)						75,000

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	325	407	453	507
현금 및 현금성자산	82	157	207	267
단기금융자산	106	95	86	77
매출채권	68	84	88	90
재고자산	55	56	58	60
비유동자산	439	376	359	332
유형자산	280	217	200	172
무형자산	73	74	74	74
자산총계	764	783	812	838
유동부채	126	129	138	140
매입채무	57	31	-6	-73
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	48	48	48	48
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	175	177	186	189
자배주주지분	590	605	626	650
자본금	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65
이익잉여금	502	521	546	573
기타자본항목	-22	-22	-22	-22
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	590	605	626	650

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	959	1,125	1,168	1,196
증가율(%)	9.2	17.3	3.8	2.5
매출원가	698	809	869	890
매출총이익	261	315	299	306
판매비와관리비	221	279	257	261
연구개발비	5	6	6	6
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	40	36	42	45
증가율(%)	-13.0	-9.0	16.1	6.9
영업이익률(%)	4.2	3.2	3.6	3.8
이자수익	4	5	6	6
이자비용	0	1	1	1
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	4	0	-	-
세전계속사업이익	48	41	49	52
법인세비용	13	9	12	12
세전계속이익률(%)	5.0	3.6	4.2	4.3
당기순이익	35	32	37	39
순이익률(%)	3.6	2.8	3.2	3.3
지배주주귀속 순이익	35	32	37	39
기타포괄이익	-4	-4	-4	-4
총포괄이익	31	28	34	36
지배주주귀속총포괄이익	31	28	34	36

현금흐름표

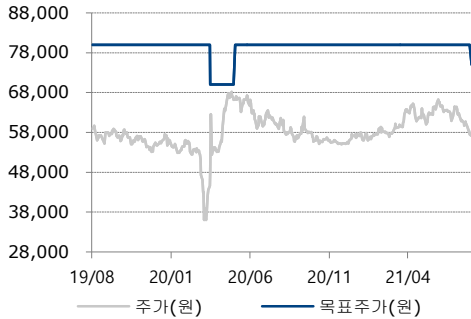
(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	72	83	101	103
당기순이익	35	32	37	39
유형자산감가상각비	39	54	54	54
무형자산상각비	4	10	10	10
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-14	-111	-112	-113
유형자산의 처분(취득)	-48	-26	-26	-26
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	135	11	10	9
재무활동 현금흐름	-21	-23	-21	-21
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-13	-14	-12	-12
현금및현금성자산의증감	36	75	50	59
기초현금및현금성자산	47	82	157	207
기말현금및현금성자산	82	157	207	267

주요투자지표

	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)				
EPS	3,540	3,222	3,773	3,999
BPS	59,843	61,437	63,582	65,952
CFPS	7,857	9,720	10,272	10,497
DPS	1,600	1,400	1,400	1,400
Valuation(배)				
PER	16.1	17.7	15.1	14.3
PBR	1.0	0.9	0.9	0.9
PCR	7.3	5.9	5.6	5.4
EV/EBITDA	4.5	3.1	2.5	2.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.0	5.3	6.0	6.2
EBITDA 이익률	8.6	8.9	9.1	9.1
부채비율	29.6	29.3	29.7	29.1
순부채비율	-31.9	-41.7	-46.8	-52.9
매출채권회전율(x)	14.9	14.7	13.6	13.5
재고자산회전율(x)	19.3	20.2	20.4	20.2

자료 : 빙그레, 하이투자증권 리서치본부

빙그레
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-08-16	Buy	80,000	1년	-31.7%	-25.4%
2020-03-31	Buy	70,000	1년	-14.5%	-2.6%
2020-05-18	Buy	80,000	1년	-25.9%	-16.0%
2021-08-18	Buy	75,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이경신)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율 (%)	93.3%	6.7%	-